



**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**Curso académico 2018/2019**

**TRABAJO DE FIN DE GRADO**

**ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL  
INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO**

**ECONOMIC AND FINANCIAL ANALYSIS OF THE COMPANY X –ELIO CAUSED BY  
THE INTEREST GENERATED IN THE ENERGY SECTOR**

**AUTOR: Jaime Saez – Quintanilla Noin**

**TUTORA: María Cantero Saiz**

**Septiembre de 2019**

## INDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN. ....	Página 1
1. INTRODUCCIÓN. ....	Página 1
2. ANÁLISIS MACROECONÓMICO DEL SECTOR ENERGÉTICO .....	Página 3
2.1 ANÁLISIS DEL SECTOR ENERGÉTICO .....	Página 4
2.2 ANÁLISIS DE MERCADO DE ENERGÍAS RENOVABLES .....	Página 9
3. COMPRA DE BROOKFIELD A X – ELIO. ....	Página 12
4. ANÁLISIS MICROECONÓMICO DEL SECTOR ENERGÉTICO .....	Página 14
4.1 ANÁLISIS DE LA MUESTRA SELECCIONADA .....	Página 14
4.2 ANÁLISIS X- ELIO. ....	Página 16
4.3 ANÁLISIS COMPARATIVO X-ELIO Y MUESTRA. ....	Página 21
4.3.1 ANÁLISIS COMPARATIVO A C/P .....	Página 21
4.3.2 ANÁLISIS COMPARATIVO A L/P .....	Página 25
4.3.3 ANÁLISIS COMPARATIVO MÁRGENES Y RENTABILIDADES .....	Página 26
5. CONCLUSIÓN .....	Página 29
BIBLIOGRAFÍA .....	Página 32

# ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

## RESUMEN

Este trabajo surge a partir de todos los movimientos, noticias y operaciones relacionados con las empresas del sector energético en los últimos años. Más concretamente, se analiza y compara la empresa X – Elio por el gran interés que ha generado en el sector en los últimos meses. El objetivo que persigue este trabajo es conocer más a fondo este sector, más concretamente la parte de éste relacionada con la obtención de energía de origen renovable, y buscar y analizar las causas que han llevado a grandes empresas del sector a interesarse por X-Elio en concreto. Los resultados obtenidos en este trabajo nos permiten conocer la estructura de una empresa dedicada exclusivamente a la generación de energías renovables y buscar explicaciones a esta orientación del sector hacia estos métodos de obtención de energía más ecológicos.

## ABSTRACT

This Project arises from all the movements, news and transactions related to companies of the energetic sector in the last few years. In particular, in this project the company X-Elio is analyzed and compared because of the great interest it has generated in the sector in recent months. The main goal of this project is to know thoroughly this sector, specific the part of the sector related to obtaining renewable energy and search and analyze the causes that have led large companies in the sector to be interested in X-Elio specifically. The results obtained allow us to know the structure of a company dedicated exclusively to renewable energy generation and look for explanations of this new sector orientation.

## 1. INTRODUCCIÓN

La energía constituye un elemento muy importante en el día a día de los ciudadanos, ya que es necesaria en nuestra vida cotidiana. De esta necesidad nacen las controversias que genera este sector, ya que es uno de los más regulados por el Gobierno por diferentes motivos, sin ir más lejos, de lo que pagamos de factura de luz, sólo el 40% está relacionado por nuestro consumo real de electricidad, mientras el resto son costes regulados por el Gobierno; subvenciones a las renovables, distribución, transporte, compensación a las extrapeninsulares, amortización del déficit de tarifa y el bono social (Núñez, 2018).

La normativización y regulación son unas de las principales características del sector, según Arroyo (2018), *“el marco regulatorio que rige las emisiones es un elemento crucial en las decisiones de inversión a largo plazo que las empresas deben realizar”*. Cabe destacar en este marco regulatorio el Acuerdo de París, de 22 de abril de 2016, que fijó una limitación del aumento de la temperatura global por debajo de los 2 Grados Centígrados.

En la actualidad, toda esta regulación supone un riesgo para muchas empresas energéticas en todo el mundo, por eso muchas de ellas están canalizando su inversión hacia fuentes de energía renovable. Ejemplos de esta orientación son: la inversión de ACS de 450 millones de € en el mayor parque eólico flotante del mundo en Escocia, la compra de Repsol a Solaria y el interés de Iberdrola, Repsol, Brookfield y Orix por la

renovable X-Elio. Son varios los casos, ya no solo de empresas del sector energético, sino también de fondos de inversión, que muestran interés por las energías renovables. Según Arroyo (2018) *“Las empresas están empezando a realizar grandes cambios en el mix de combustibles a través de la inversión en fuentes de energía renovables”*.

De este cambio de tendencia en el sector y de su importancia nace el interés por realizar un análisis económico-financiero del sector energético en España, y dentro de este, analizar alguna empresa de energías renovables que están teniendo papeles importantes en las transacciones actuales del sector. La empresa renovable seleccionada es X – Elio, por el interés mostrado tanto por Repsol como por el fondo de inversión Brookfield por su compra, que finalmente ganó Brookfield. El porqué de este interés en ella, es lo que ha llevado a un análisis individual más exhaustivo de X-Elio en la segunda parte del trabajo.

El Periódico Expansión publicó en 2018 el siguiente artículo: *“Brookfield Renewable Partners ha acordado la adquisición del 50% de la compañía de energía solar X-Elio a KKR y a la familia Riberas por un importe total aproximado de 500 millones de euros, según han informado las firmas involucradas en la operación.”* El principal objetivo del trabajo es buscar un porqué a esta orientación hacia las renovables por parte de algunas empresas o fondos de inversión, como es el ejemplo de la compra del fondo canadiense Brookfield a X – Elio. Para tratar de llegar a este objetivo, se intentarán detectar posibles causas, fortalezas y debilidades en la operación a través de un análisis económico - financiero.

El trabajo va a consistir en un primer lugar, en un análisis a nivel macroeconómico, en el cual se va a analizar la estructura del sector energético en España, así como una serie de indicadores y cuotas de mercado que nos permitirán contextualizar y proseguir con el trabajo en su segunda parte, la cual consistirá en un análisis económico y financiero de una muestra de empresas del sector energético a través de sus balances y sus cuentas de pérdidas y ganancias, así como un análisis de empresas dentro del sector, pero más orientadas a la obtención de un tipo de energía, la renovable. Esto nos permitirá comparar las evoluciones de sus estructuras financieras, sus fortalezas y debilidades. Más concretamente, se analizará la empresa X-Elio, para lo cual se estudiará su cuenta de pérdidas y ganancias y la evolución de sus masas patrimoniales. También se realizará una comparación con una muestra formada por 200 empresas del sector en un periodo temporal que abarca entre 2010 y 2017. Las herramientas principales para la comparación serán los ratios, con los que analizaremos y compararemos, a partir de los datos de los respectivos balances, el endeudamiento, solvencia, autonomía financiera, márgenes, rotaciones y rentabilidades.

## **2. ANÁLISIS MACROECONÓMICO DEL SECTOR ENERGÉTICO**

En esta parte del trabajo vamos a realizar un análisis macroeconómico del sector energético, que se dividirá en dos partes. En primer lugar, se realizará un análisis del sector energético en general, el cual se dividirá a su vez en diferentes partes. En primer lugar se realizará un análisis de la estructura del sector, posteriormente se hará un análisis de la demanda de energía, más adelante se estudiarán tanto la oferta como la producción de energía, y como último indicador, se estudiará la intensidad energética. Por otro lado, en la segunda parte se realizará un análisis de la evolución

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

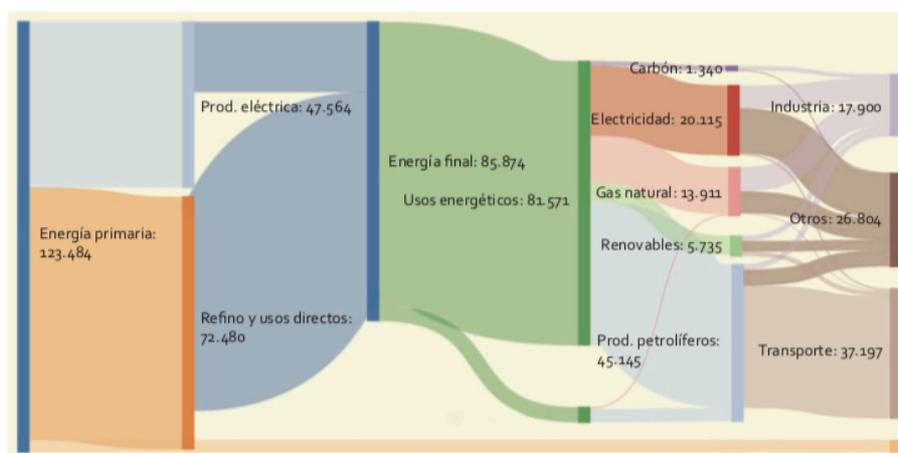
de las energías renovables también a partir de la evolución de una serie de indicadores como son la demanda y las cuotas de mercado.

### 2.1 Análisis sector energético

#### 2.1.1. Estructura del sector, tipos, procesos y destino de la energía.

Comenzando con el análisis estructural, vamos a utilizar un gráfico llamado “diagrama de Sankey”, donde aparecen representados los procesos, las cantidades, y los elementos que consumen la energía desde su primera fase a su última. Para comprender bien este diagrama, primero hay que diferenciar entre energía primaria y energía final. La energía primaria es aquella energía adquirida de la naturaleza y que aún no ha sufrido ningún proceso de transformación, mientras que la energía final es aquella que ya ha sufrido todas las transformaciones necesarias y llega al consumidor final. Para cuantificar la cantidad de energía consumida en el diagrama, se va a utilizar la unidad de medida de energía “kilotoneladas equivalentes de petróleo”, cuyo valor equivale a la energía que produce una tonelada de petróleo. A continuación, se muestra el diagrama de Sankey para la estructura energética en España en 2016, última fecha en la que aparecen datos de este diagrama.

Gráfico 1: Diagrama de Sankey



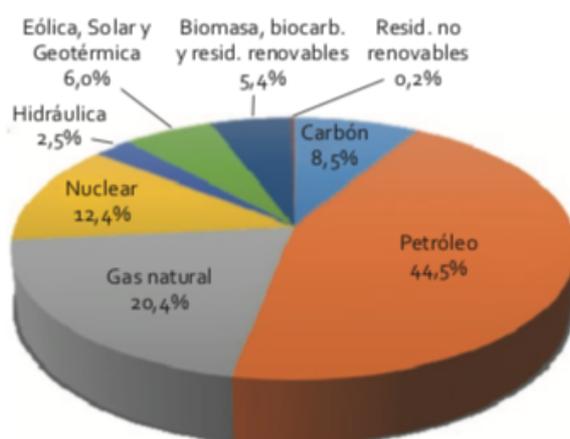
Fuente: Mincotur

En el diagrama se puede observar el uso que se le da a la energía primaria, y cuanta de esa energía primaria constituye energía final (85.874 ktep), también se ve como 72.480 ktep se destinan a la refinería y a usos directos. En la parte derecha, se puede ver la cantidad de energía que consumen los diferentes sectores. Como se puede observar, existe una relación entre la extracción para el refino y usos directos y el transporte, ya que ambas son las partes que más energía demandan respecto a sus “alternativas” en el diagrama. El sector “otros”, engloba la agricultura y los servicios.

### 2.1.2 Demanda del sector

En el siguiente gráfico, se desagrega la demanda de energía primaria:

**Gráfico 2: Demanda de energía primaria (2017)**

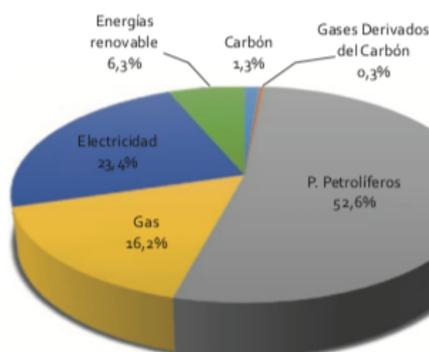


Fuente: Mincotur (2017)

Como podemos apreciar, la mayor parte se consume mediante la extracción de petróleo, seguido por la demanda de gas natural. Por último, cabe destacar que la menor demanda es la de residuos no renovables.

Por otro lado, en el siguiente gráfico se muestra la demanda de energía final:

**Gráfico 3: Demanda de energía final (2017)**



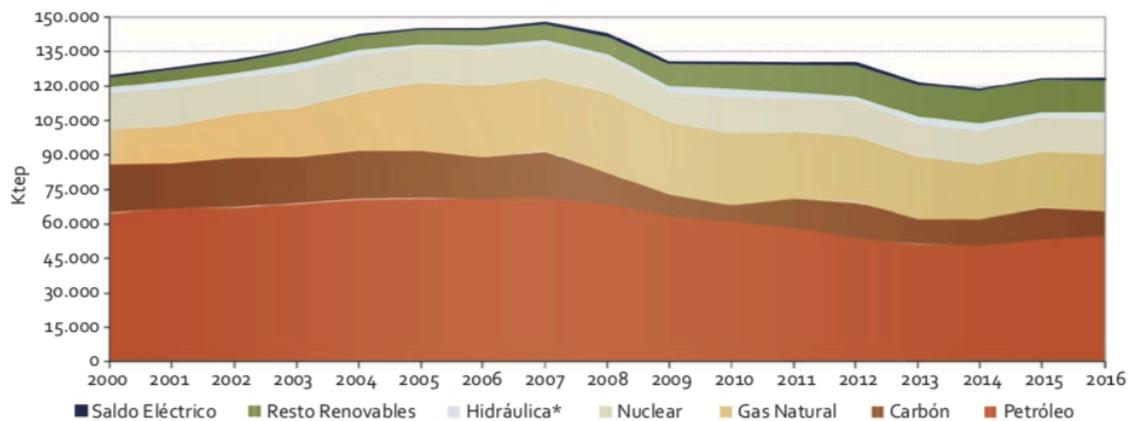
Fuente: Mincotur

Como se puede observar, tanto en la demanda de energía primaria como secundaria, predomina el sector petrolífero.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

En cuanto a su evolución a lo largo de los últimos años, en el siguiente gráfico podemos observar la demanda de energía primaria por fuentes energéticas:

**Gráfico 4: Evolución de demanda de energía primaria por fuentes energéticas**



Fuente: Mincotur

Se observa como es a partir del año 2007, cuando empieza a descender esta demanda general, una de las causas de este descenso es la crisis económica que en aquel año comenzó. A partir de 2014 – 2015, observamos cómo rompe la tendencia y comienza a subir poco a poco de nuevo.

En el siguiente gráfico, aparece la evolución del PIB español en los últimos años:

**Gráfico 5: Evolución del PIB en España desde 1965**



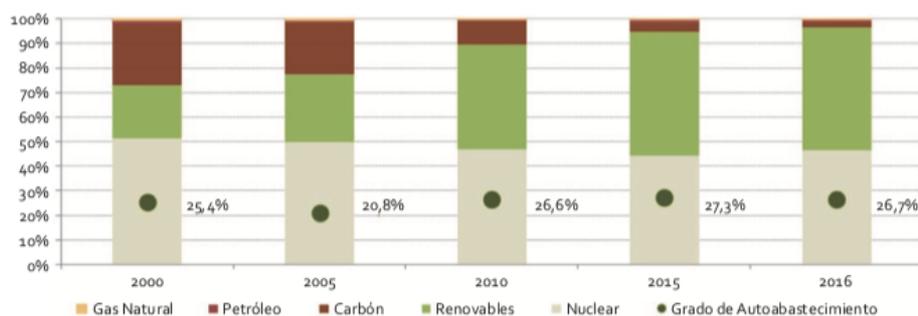
Fuente: Expansión

Podemos ver cómo, efectivamente, la demanda energética está marcada por la situación económica en España, aumentando en años de crecimiento, y disminuyendo en periodos de contracción económica. Vemos como el PIB comienza a descender a partir de los años 2007 – 2008, al igual que la demanda primaria de energía, y a partir de 2014 cambia a una tendencia ascendente.

### 2.1.3 Oferta y producción de energía.

Una vez analizada la demanda de energía, es relevante analizar la oferta nacional de energía, es decir, la producción energética en España. A continuación, se observa un gráfico que muestra la evolución de cada tipo de producción de energía llevada a cabo en España en los últimos años:

**Gráfico 6: Evolución producción nacional de energía.**



Fuente: Mincotur

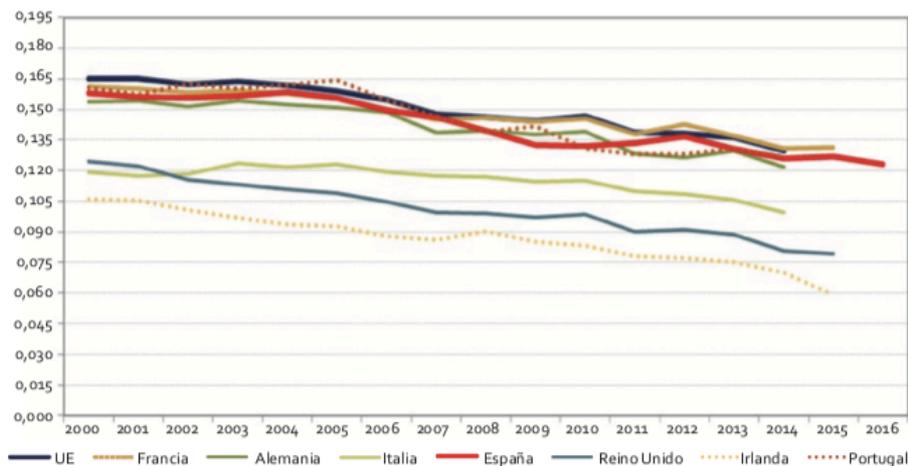
En el gráfico se puede observar como la energía que más se produce en España es la energía Nuclear, siendo el pilar fundamental todos los años, pero también se observa como ligeramente va descendiendo a lo largo de los años. Por el contrario, una fuente de energía que aumenta en producción año tras año, es la renovable, la cual ha sufrido un aumento bastante considerable entre 2000 y 2016. Se puede observar como la producción nacional de petróleo también se reduce cada quinquenio. Cabe destacar que el grado de autoabastecimiento ha ido mejorando a lo largo de los años, estando en 2016 en 26,7%, coincidiendo este aumento con el aumento de la producción de las energías renovables. A pesar de este aumento, España tiene una dependencia energética de un 73,3%, mientras que la media en la Unión Europea es de un 50%. La producción de energía eléctrica a través de las fuentes de energía renovable contrasta con una menor demanda de éstas, esto es debido a la exportación que se hace de esta energía. Como publicó el Periódico de la energía en 2017: *“Las exportaciones de bienes y servicios del sector renovable establecieron un nuevo récord al situarse en 4.564 millones, lo que arroja un saldo neto exportador de 3.117 millones de euros. Esta balanza comercial renovable contrasta fuertemente con el déficit comercial del conjunto de la economía (-22.694 millones) del cual el déficit energético supone el 85% (-19.269 millones)”*.

### 2.1.4 Intensidad energética

Un indicador a tener en cuenta en este aspecto es el de la intensidad energética, la cual nos permite medir la cantidad de energía necesaria para generar energía útil, es decir, cuanto menor sea este indicador, más eficiente se está siendo. En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la intensidad de la energía primaria en los últimos años, así como su relación con otros estados miembros de la UE:

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

**Gráfico 7: Evolución intensidad energética en la UE.**

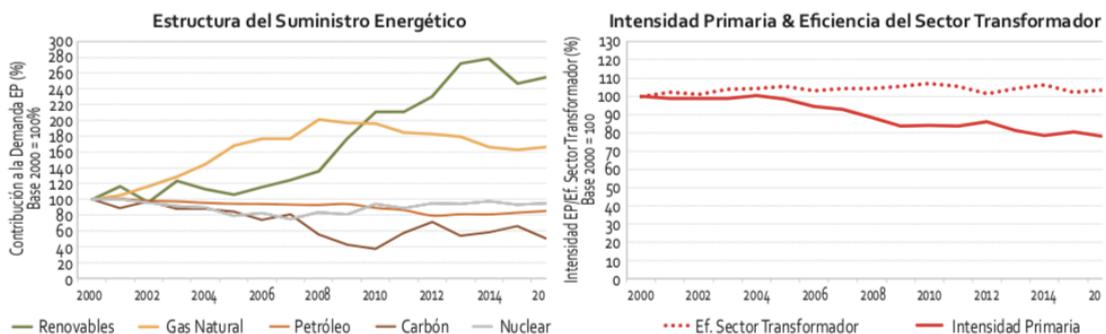


Fuente: Mincotur

Podemos observar una tendencia general descendente de esta intensidad, lo cual es positivo, ya que indica mejora en la eficiencia de la transformación de la energía. Esta mejora en la eficiencia está relacionada con la situación económica de España, al igual que en otros indicadores como la demanda. La intensidad va disminuyendo a lo largo de los años, pero durante el periodo de crisis (2008-2012) vemos como incluso llega a subir, y es cuando finaliza la crisis, cuando continúa bajando.

En el siguiente gráfico se puede apreciar bien la relación entre los indicadores observados anteriormente, el suministro de los diferentes tipos de energías y la intensidad energética.

**Gráfico 8: Suministro energético vs Intensidad Primaria**



Fuente: Mincotur

En el gráfico de la izquierda, se observa cómo las renovables lideran la contribución a la demanda de energía primaria a partir de 2010, año en el que supera al Gas Natural. Por otro lado, se observan descensos en el suministro de energía más tradicional: el petróleo, el carbón, y la energía nuclear. En el gráfico de la derecha, podemos ver la comparativa entre la intensidad energética y la eficiencia en el sector transformador. Podemos ver cómo la intensidad energética disminuye, pero, por otro lado, podemos

ver que desde el año 2000, la eficiencia del sector transformador se ha mantenido en el mismo rango (100%-110%), no ha aumentado, si no que se ha mantenido estable.

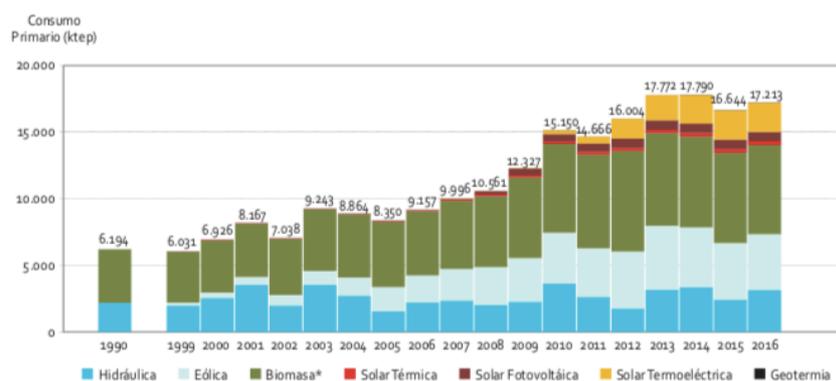
## 2.2. Análisis del mercado de energías renovables

Como fuente más importante en la estructura del suministro energético, a continuación, vamos a profundizar en las fuentes de energías renovables. Vamos a analizar tanto la evolución de la demanda de energía primaria, como sus cuotas de evolución en relación al consumo final de energía y de la generación de energía eléctrica.

### 2.2.1. Demanda de energía

En primer lugar, analizaremos la evolución de la demanda primaria, en el siguiente gráfico aparece esta evolución y se muestra la participación de cada tipo de energía en el total:

**Gráfico 9: Demanda primaria de energía renovable**



Fuente: Mincotur

El periodo registrado es 1990 – 2016, en él se aprecia un aumento en la demanda primaria de energías renovables, un salto bastante importante se da en el período 2009-2010, donde comienza a aparecer la energía solar termoeléctrica. Se puede observar como la biomasa lidera la composición de esta demanda, seguido por la generación de energía eólica. Después, por un lado, aparece la energía eléctrica, que no ha crecido en los últimos años, si no que se mantiene estable. Por otro lado, se puede observar cómo la energía solar termoeléctrica se ha convertido también en una fuente de energía renovable significativa, con un crecimiento alto en pocos años.

# ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

## 2.2.2 Cuotas de mercado

Siguiendo con el análisis, veremos la evolución de diferentes cuotas de mercado de las energías renovables. Comenzaremos analizando la cuota de mercado sobre el consumo final de energía:

**Gráfico 10: Cuota de mercado sobre el consumo final de energía**

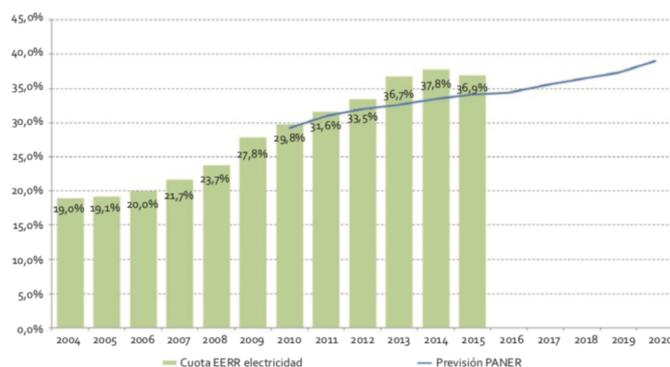


Fuente: Mincotur

Podemos observar cómo estamos ante una cuota con tendencia alcista, al igual que sucede con la demanda. Desde 2004 ha subido todos los años, exceptuando el paso de 2010 a 2011, donde disminuye en 0,6%. Se observa, además, cómo el indicador de la trayectoria muestra la progresión alcista, por lo que esta cuota se espera que siga subiendo.

La otra cuota de mercado que vamos a analizar es la de las renovables en el mercado de generación de energía eléctrica. En el siguiente gráfico extraído de Mincotur, podemos apreciar la evolución de la cuota:

**Gráfico 11: Cuota de mercado sobre la generación de energía eléctrica**



Fuente: Mincotur

Al igual que en los anteriores indicadores, esta cuota tiene una tendencia al alza, ya que desde 2004 ha estado subiendo año a año, pasando de suponer en 2004 un 19% de la generación de energía eléctrica, a en 2015, suponer un 36,9%, llegando casi a duplicarse en 11 años. El único año de bajada que ha tenido, ha sido en 2015.

### 2.2.3 Inversión en energías renovables

En este apartado se analizará la inversión en energía renovable en los últimos años.

**Gráfico 12: Inversión en Energía Renovable en España 2017-2018.**



Fuente: Bloomberg

En este gráfico obtenido de Bloomberg, se aprecia visualmente la diferencia de inversión en energía renovables en España entre 2017 y 2018. La inversión en energía renovable en España se multiplicó por 7, siendo el país que más aumentó su inversión en renovables, pasando de los 1000 millones de dólares a los 7800 millones de dólares. Un papel importante en este aumento fue el protagonizado por el mercado de energía solar, caracterizado principalmente por la reducción de costes. A nivel europeo, también se experimentó en 2018 un salto en la inversión en energía renovable de un 27%, gracias a la financiación de varios proyectos eólicos marinos por valor de más de 1000 millones de dólares. A nivel mundial, en 2018 la inversión de capital riesgo y en empresas no cotizadas aumentó un 127%, el nivel más alto en la última década. Se observa, en líneas generales, un gran aumento en las inversiones hacia este sector, pero hay que tener en cuenta dos factores que pueden ser determinantes en el desarrollo de este sector, por un lado, la excesiva oferta, como ha sucedido en 2018 con la producción de paneles fotovoltaicos, que unido a una reducción de costes llevó a una disminución del precio de venta, y por otro lado, el importante papel que juega China en la economía mundial, ya que a mediados de 2018 decidió pausar el auge de la energía solar al restringir el acceso de nuevos proyectos, provocando una reducción de la inversión de más de un 50%, unos 41000 millones de dólares.

Podemos ver cómo las fuentes de energías renovables están en una situación de crecimiento, tanto en términos de cuotas de mercado, como de demanda o consumo. Esto podría justificar el interés que se está mostrando hacia este sector. Son varias ya las noticias que aparecen en relación al interés que generan las empresas dedicadas a las renovables. A continuación, se citan algunos casos:

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

Una de las noticias relacionadas con esto fue la siguiente: *“Por qué Solaria sube un 640% en dos años”, (Cinco Días, 23-09-2018)* Este artículo, publicado en 2018, analiza la cotización en bolsa de Solaria, que en el período 2016-2018 subió un 640%, superando con diferencia a sus competidoras. Las principales causas estuvieron asociados a dos motivos, la apuesta del Gobierno por las energías renovables, y el cambio realizado en su modelo de negocio, que consistió en la focalización en la explotación del negocio de la energía con tecnología solar fotovoltaica (Sales, 2018). Otra noticia fue la protagonizada por ACS: *“ACS invertirá 450 millones en crear en Escocia el mayor parque eólico marino 'flotante' del mundo” (Expansión, 28-01-2019)* Esta supone otra de las grandes inversiones actuales hacia esta parte del sector, la inversión se realizará a través de la filial de la española ACS, Cobra. La localización será en las costas de Aberdeen, Escocia, y se prevé que esté funcionando para 2020. También grandes petroleras como Repsol se interesan por el sector renovable: *“Repsol duplica la compra de energía renovable a Solaria” (El Confidencial, 2018)* Tras este acuerdo, lo que consigue la petrolera es aumentar su participación en el mercado de la comercialización energética, en este caso, con energía 100% renovable. Y la última noticia citada es la siguiente: *“Brookfield Renewable Partners ha acordado la adquisición del 50% de la compañía de energía solar X-Elio a KKR y a la familia Riberas por un importe total aproximado de 500 millones de euros, según han informado las firmas involucradas en la operación.” (El Economista, 3-07-2019).* Esta compra ha sido una de las más importantes en el sector en los últimos meses, y la causante del análisis realizado más adelante en este trabajo.

### 3. COMPRA DE BROOKFIELD A X-ELIO

Como eje principal del trabajo, en este apartado vamos a tratar las noticias relacionadas con las pujas realizadas a la empresa renovable, las cuales argumentan el estudio microeconómico que posteriormente se realizará.

La empresa X – Elio, anteriormente conocida en España como Gestamp Solar hasta que fue comprada por el fondo de inversión KKR en 2015, se define como el líder en desarrollo de energía fotovoltaica, especializada en el desarrollo, construcción y mantenimiento de plantas fotovoltaicas. Es una empresa con presencia en USA, Japón, Sudáfrica, Sudamérica, Australia, Sudeste Asiático, Italia y España. Una de las últimas operaciones que realizó fue en junio de este año, cuando X-Elio alcanzó un acuerdo con la empresa norteamericana ReneSola, con el cual se proponen desarrollar más de 500 MW fotovoltaicos en EEUU. Como afirmó Javier Adiego, director gerente de América del Norte para X-Elio *“EEUU es un mercado con un gran potencial para nuestro negocio”*. Se trata de una empresa que en los últimos meses ha sido objeto de puja en un proceso bastante competido. Varias empresas fueron las que en un inicio competían, entre ellas Brookfield, Repsol, Iberdrola y Orix, pero únicamente Repsol y el fondo de inversión canadiense Brookfield han llegado a la última fase de la puja, que finalmente acabó con la compra del 50% de la empresa por parte de Brookfield. La empresa se valora, incluida la deuda, en unos 1000 millones de euros, lo que significa que el fondo de inversión canadiense ha pagado unos 525 millones de €. Siguiendo sus últimas cuentas auditadas en 2017, X- Elio facturó 120 millones de euros, un 2,2% más que el año anterior. Cabe decir que su Ebit disminuyó, pero su ebitda creció un 10% hasta llegar a los 53 millones de euros. Del total de su cifra de negocios, un 30% procedió de la actividad de construcción de parques solares a terceros, mientras que el 70% procedió de la venta de energía.

En un inicio, llegaron a mostrar interés por X-Elio 45 empresas, pero solo las anteriormente mencionadas llegaron al final. Fue el 27 de marzo de 2019 cuando la

empresa Iberdrola se retiró de la puja, *“Iberdrola se retira de la puja para la compra de X- Elio y deja a Repsol como gran favorito” (El Independiente, 27-03-2019)*. Por lo que deja en la puja a Repsol, Brookfield y Orix. Más adelante, Repsol anunció que se retiraba de la puja, *“Repsol renuncia a la compra de X-Elio por el alto precio que pide ahora el fondo KKR” (El Independiente, 30-04-2019)*. Siendo la principal causa de esta renuncia los criterios de rentabilidad de Repsol, como ya afirmó el consejero delegado de Repsol, Josu Jon Imaz *“Vamos a anteponer la rentabilidad al crecimiento”*, esto y el elevado precio, fueron las principales causas de la retirada en la puja. Posteriormente analizaremos la evolución de las rentabilidades de X – Elio para profundizar en este motivo.

Finalmente, fue el fondo de inversión canadiense quien terminó por comprar la compañía. Tras este acuerdo, los fondos KKR y Brookfield Renewable, conformarán una “joint venture”, pasando a gestionar así ambos la compañía y a compartir los puestos en el consejo. En la operación, Brookfield Renewable adquirirá un 20% que poseía la familia Riberas, y un 30% de KKR. Aun así, la operación no se cerrará hasta el cuarto trimestre de 2019. *“Estamos ante una oportunidad única de invertir en un portfolio de activos operativos de alta calidad, con una cartera de desarrollo en fase muy avanzada, un equipo de gestión con gran experiencia, una plataforma de desarrollo totalmente integrada y unas capacidades de contratación inmejorables. Esta inversión nos permite impulsar nuestro negocio solar, añadiendo la actividad de desarrollo de esta tecnología a nivel mundial, y potenciando así nuestra capacidad de crecimiento de manera significativa”*. (Shah, 2019).

En relación con el fondo canadiense, cabe destacar que va de camino de ser el mayor fondo de capital riesgo del mundo, tras comprar el fondo estadounidense Oaktree. *“Brookfield compra Oaktree para crear el mayor fondo del mundo de capital riesgo” (Cinco Días, 13-03-2019)*. Lo que en parte justifica el que se haya mantenido hasta el final cuando otras empresas como Repsol se retiraran por el elevado precio.

En todo este proceso hemos visto como las empresas predominantes del sector, como son Repsol e Iberdrola, han estado bastante interesadas en la compra de esta empresa, a continuación, buscaremos un por qué de este interés.

## **4. ANÁLISIS MICROECONÓMICO DEL SECTOR ENERGÉTICO**

### **4.1. Análisis de la muestra seleccionada**

En esta parte del trabajo, se va a realizar un análisis microeconómico del sector energético en España. A su vez se va a realizar un análisis de una empresa dedicada a la generación de energía renovable. El análisis va a consistir en la selección de una muestra de empresas representativas del sector, y la evolución de indicadores como los ingresos, las rentabilidades, el endeudamiento, la solvencia, etc. a lo largo de los últimos años. También se realizará un análisis económico – financiero de la empresa X- Elio para ser comparada con la muestra del sector. El rango temporal seleccionado es el período entre 2010 – 2017.

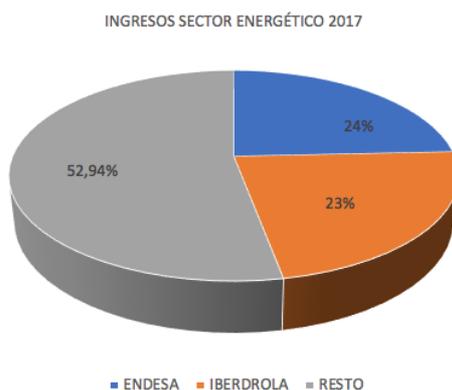
Para la realización del análisis del sector utilizaremos la base de datos SABI, a partir de la cual filtraremos por empresas dedicadas a la explotación de la energía eléctrica, ya sea por extracción de gas y petróleo, distribución y comercio de energía eléctrica, o producción y comercialización de energía renovables.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

El inicio del análisis consistirá en observar la distribución de los ingresos de explotación de las empresas.

Dado que el resultado es muy amplio, se ha seleccionado las 200 mayores, basándonos en sus ingresos de explotación, y aquellas que tienen gran peso en el sector. A continuación, mostramos un gráfico donde se puede apreciar el predominio que tienen dos grandes empresas en el Sector Energético Español:

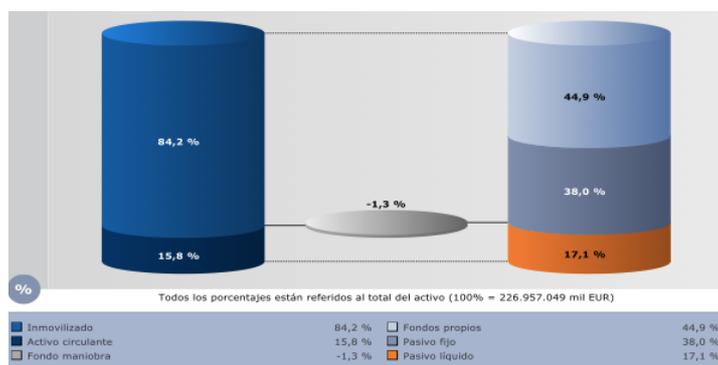
**Gráfico 13: Representatividad de los Ingresos Iberdrola y Endesa**



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico anterior se puede ver la representatividad de los ingresos de las empresas mostradas respecto al total del sector. Podemos apreciar como existen dos empresas que predominan en el sector energético en España en cuanto a facturación, Iberdrola, y Endesa. Hay que destacar en estos datos que Iberdrola abarca un 23% del total de los ingresos de la muestra de 200 empresas, lo cual indica el peso que tiene. Iberdrola fue una de las 45 empresas que en un principio se interesaron en mayor o menor medida por X – Elio, esto nos hace ver que también las grandes empresas en términos de facturación se interesaron por X - Elio.

**Gráfico 14: Balance conjunto de la muestra seleccionada**



Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos

Analizando el activo, podemos apreciar una gran diferencia entre el activo corriente y el activo no corriente, esto nos hace ver la gran inversión en inmovilizado que se realiza en este sector, justificado por la gran infraestructura que necesitan las empresas para proporcionar los servicios necesarios. En cambio, el activo corriente solo representa un 15,8%, esto nos puede indicar que todo el activo corriente es

utilizado para ser reinvertido. Más adelante podremos analizar más ratios detenidamente. En cuanto al patrimonio neto, vemos que supone una parte importante del balance, esto es indicador de que las empresas tienden a necesitar financiación interna para funcionar, ya sea mediante ampliaciones de capital, aportaciones de los socios, reservas, etc. Siguiendo con el pasivo no corriente, observamos que es mayor que el pasivo corriente, las empresas tienden a endeudarse a largo plazo, esto puede guardar relación con el activo no corriente, ya que es lo que probablemente financie el activo no corriente, las empresas tienden a endeudarse a largo plazo por el volumen de sus inversiones, que es bastante alto, de hecho, más adelante veremos cómo son empresas con poca liquidez y solvencia en el corto plazo. Podemos observar como en general, tienen un fondo de maniobra negativo, ya que el pasivo corriente supera el activo corriente, hay que tener en cuenta que todos los porcentajes se calculan referidos al activo.

En la siguiente tabla, se muestra la evolución de las medias de las ratios de las empresas seleccionadas para la muestra:

**Tabla 1: Ratios de la muestra seleccionada**

Ratio/Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ratio de solvencia	0,86	0,91	0,90	0,92	0,86	0,91	0,90	0,92
Ratio de liquidez	0,80	0,84	0,83	0,85	0,79	0,84	0,82	0,84
Ratios de autonomía financiera a medio y largo plazo	0,96	0,96	1,09	1,13	1,11	1,17	1,11	1,18
Coefficiente de solvencia (%)	36,36	37,99	40,02	41,98	43,44	45,68	45,38	44,88
Apalancamiento (%)	114,58	109,08	94,74	91,56	91,42	86,10	88,57	86,75

Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos

Se observa que la ratio de solvencia es menor que 1, lo que nos indica que su pasivo es mayor que su activo, aunque no por mucho. Lo mismo sucede con la ratio de liquidez que es menor que uno, esto guarda relación con el fondo de maniobra, ya que también nos indica que su activo corriente es menor que su pasivo corriente. Ambas ratios se han mantenido estables entre esos años y su diferencia en 2017 respecto a 2010 es positiva. En cuanto a su ratio de autonomía financiera, observamos que ha ido aumentando a lo largo de los años, lo que nos indica que su independencia financiera va creciendo porque su patrimonio neto supera el pasivo. Como vimos anteriormente en el balance agrupado, esto indica fortaleza ante los riesgos que puedan existir en el mercado. Por último, analizamos el apalancamiento, el cual como vemos es alto, dada la gran financiación que necesitan los proyectos del sector para poder conseguir crear la infraestructura necesaria para ponerse en funcionamiento, añadido al periodo del proceso de extracción o distribución, o ambas, pero cabe destacar que se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos años.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

**Tabla 2: Rentabilidades y márgenes de la muestra**

Ratio/Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rentabilidad sobre recursos propios (%)	12,10	7,02	14,43	7,57	6,50	2,88	12,02	7,23
Rentabilidad sobre el activo total (%)	4,41	2,67	5,78	3,18	2,83	1,32	5,45	3,25
Margen de beneficio (%)	11,57	6,02	11,51	6,67	6,44	3,15	14,00	7,76

Fuente: SABI

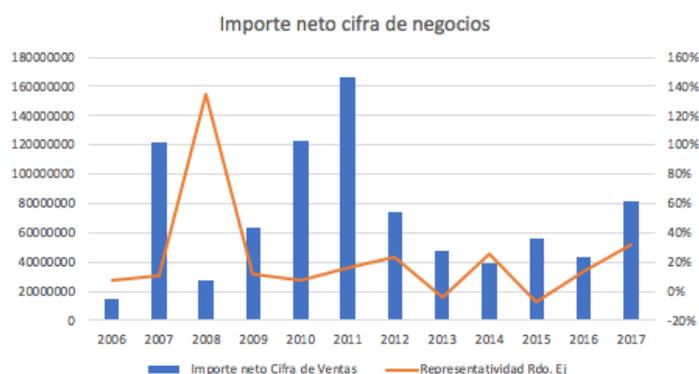
En la tabla anterior aparecen reflejados la ROE, la ROA y el margen de beneficio, en cuanto a la rentabilidad financiera, podemos ver que tiene su máximo en 14,43%, alcanzado en 2012, y su mínimo en 2,88%, alcanzado en 2015. En cuanto a la rentabilidad económica, vemos que también tiene su máximo en 2012, con 5,78% y su mínimo en 5,45% también en 2015, coincidiendo con el mínimo de la rentabilidad financiera.

Una vez analizado el sector, vamos a realizar un análisis en profundidad de X-ELIO.

### 4.2 Análisis X-Elio

En primer lugar, comenzamos este análisis estudiando la facturación de la empresa y sus niveles de eficiencia:

**Gráfico 15: Evolución INCN**

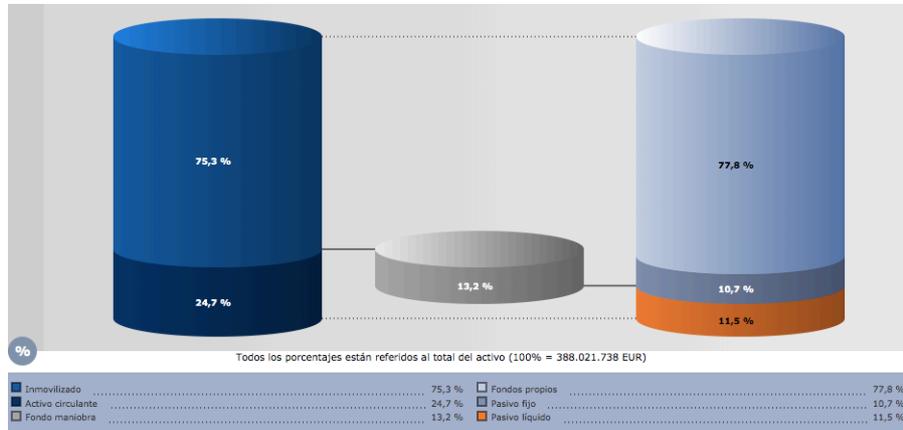


Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Empezamos el análisis observando la evolución en los últimos años del importe neto de la cifra de negocios y su relación respecto al resultado del ejercicio. Podemos observar cómo el INCN tiene su máximo en 2011, y su mínimo en 2006, el primer año del que se poseen datos. En cuanto a la representatividad del resultado del ejercicio respecto al INCN, podemos observar que la empresa, exceptuando 2008, es en el año 2017 cuando más eficiente ha logrado ser, el resultado del ejercicio representa un 32% el total del INCN, siendo creciente esta eficiencia desde 2015. En 2008, el resultado del ejercicio es mayor debido a una alta partida de ingresos financieros.

A continuación, se muestra un balance extraído a través de la base de datos SABI, en el cual se aprecia la representatividad de cada masa patrimonial referida al total del activo.

**Gráfico 16: Balance X – Elio**



Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos

Por un lado, comenzamos con el activo, donde podemos observar que, coincidiendo con el balance del sector, el activo fijo representa la mayor parte del activo, 75,3%, esto nos hace ver otra vez el peso que tiene la infraestructura sobre el total del activo. Al ser una empresa dedicada a obtención de energía fotovoltaica, necesita realizar grandes inversiones en paneles solares. En cuanto al activo corriente, observamos que al igual que el analizado del conjunto de empresas, es una pequeña parte del activo, pero en este caso algo mayor, 24,7%, lo cual nos indica la poca necesidad de liquidez de la empresa. Pasando al patrimonio neto y pasivo, observamos que los fondos propios componen la mayor parte de este bloque con diferencia, esto nos deja ver que es una empresa que posee financiación interna y no acude mucho a la financiación externa, de hecho, el pasivo no corriente y el pasivo corriente, suponen una parte muy pequeña de este bloque, lo cual indica, en principio, que es una empresa con capacidad de autofinanciación y fortaleza. Posteriormente se analizará más detenidamente a través de ratios.

Por otro lado, podemos observar cómo la empresa posee un fondo de maniobra positivo, lo cual nos indica que el activo corriente es mayor que su pasivo corriente, por lo que es una empresa capaz de hacer frente a deudas de corto plazo.

A continuación, vamos a analizar detalladamente la evolución de cada masa patrimonial de la empresa en los últimos años, para poder observar su desarrollo y el peso que ha ido teniendo a lo largo de los años, tanto en términos absolutos, como en términos relativos.

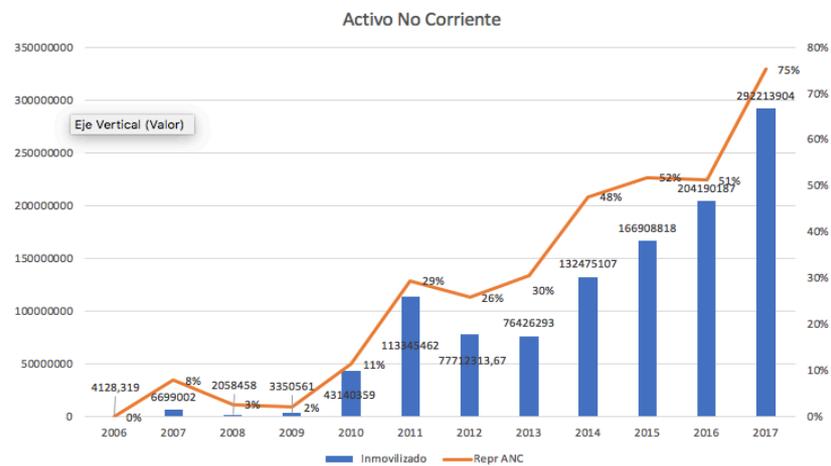
### ACTIVO

A continuación, se muestra un gráfico elaborado a través de datos de SABI, donde se muestra la evolución en términos absolutos del Activo no corriente, así como su representatividad dentro del total del activo. Podemos observar como aumenta año tras año, siguiendo el modelo del conjunto de empresas analizadas anteriormente. Se

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

observa como la empresa ha ido buscando ese aumento en Activo No corriente desde 2006, donde parte de 0.

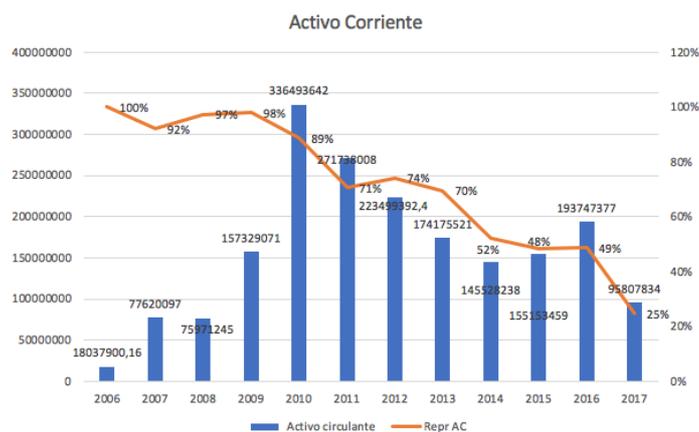
**Gráfico 17: Activo No Corriente**



Fuente: elaboración propia. (€)

Al contrario sucede con el Activo Corriente, donde vemos que la empresa transforma todo su capital corriente invirtiéndolo y reduciéndolo gradualmente, así como su representatividad respecto del total del Activo. Seguimos viendo que se comporta como el sector.

**Gráfico 18: Activo Corriente**



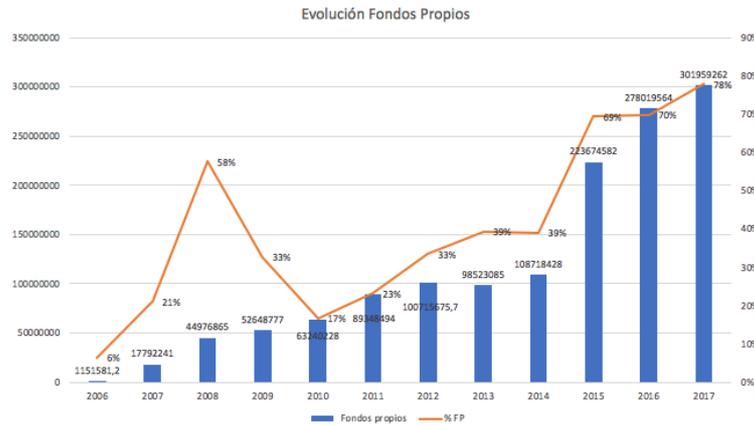
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el gráfico se aprecia la disminución del capital corriente de la empresa, disminuyendo todas las partidas, siendo la que mayor peso tiene "otros activos líquidos" y la que menor peso tiene "existencias".

**PATRIMONIO NETO Y PASIVO**

A continuación, se va a analizar la evolución tanto de los fondos propios como del pasivo corriente y no corriente.

**Gráfico 19: Fondos Propios**

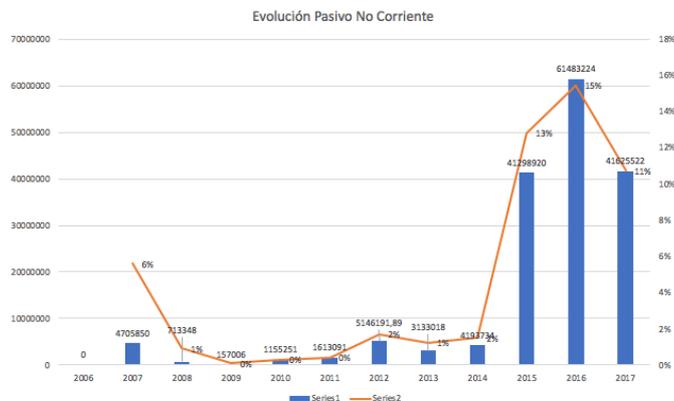


Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

En este gráfico podemos observar la evolución de los fondos propios de la empresa desde 2006, se puede observar cómo año tras año han ido aumentando, tanto en valor absoluto, como en porcentaje de representatividad respecto al total del patrimonio neto y pasivo, comenzando en un 6%, y finalizando en 2017 en un 78%. Cabe destacar la gran subida y posterior bajada de representatividad de los fondos propios respecto del total, esto es debido, a que en el periodo 2008 – 2010, la empresa aumenta considerablemente su endeudamiento a corto plazo, multiplicando su pasivo líquido por diez en dos años, y aumentando los fondos propios en mucha menor proporción. La partida que más aumentó fue la de “otros pasivos líquidos”.

En el siguiente gráfico podemos observar la evolución del pasivo no corriente entre los años 2006 – 2017:

**Gráfico 20: Pasivo No Corriente**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

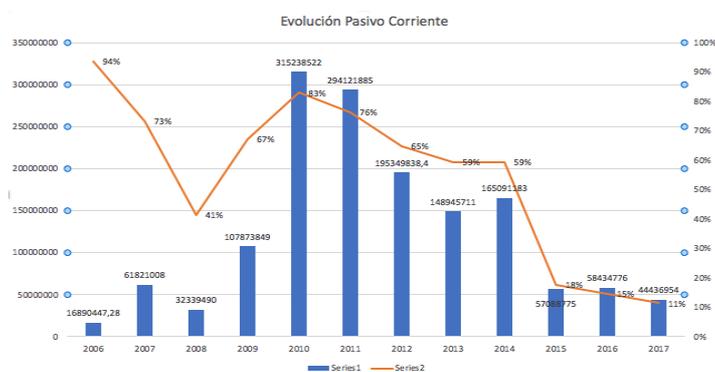
Observamos cómo ha aumentado respecto a los primeros años tanto en términos porcentuales respecto al total del patrimonio neto y pasivo, como en términos

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

absolutos. Pero observamos que, en 2017, apenas representa un 11%, lo cual nos indica que, como ya vimos anteriormente, no tiene gran peso en el balance. Es bastante significativo el aumento que se produce tanto en términos absolutos como relativos de esta masa patrimonial a partir del año 2014, esto es debido al grandísimo aumento del pasivo fijo, ya que el total del patrimonio neto y pasivo no aumenta en mucha proporción respecto al año anterior, en cambio, el pasivo no corriente se multiplica por 10 en este periodo, pasando de 4.000.000 € a 41.000.000 € en un año, dentro de esta masa patrimonial, la partida en la que se produce el cambio significativo es la de acreedores a largo plazo. Esto podría guardar relación con la reducción del pasivo líquido, habiéndose producido una posible reestructuración de la deuda por problemas de solvencia. Pero la probable causa principal de este aumento en el pasivo no corriente es el gran aumento que se ha producido en las partidas de inmovilizado material, por lo que para hacer frente a esta inversión la empresa ha recurrido a una financiación a largo plazo.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución en los últimos años del Pasivo Corriente:

**Gráfico 21: Pasivo Corriente**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Se observa como en los últimos años se ha ido reduciendo, teniendo el máximo en 2006, con un peso del 93%, y el mínimo en 11% en 2017, último año con cuentas auditadas. Desde que se obtienen datos, hasta 2017, ha habido una reducción de un 85% del peso de esta masa patrimonial con respecto al total del patrimonio neto y pasivo. Es destacable, que en el mismo periodo en el que el pasivo no corriente ha aumentado, el pasivo corriente disminuye considerablemente, tanto en términos absolutos como relativos, la partida que provoca esta disminución de peso es la de “otros pasivos líquidos”, una partida que desde 2014 a 2017 ha pasado de 145.000.000 € a 14.000.000€.

### 4.3 ANÁLISIS COMPARATIVO X-ELIO Y MUESTRA

En este apartado vamos a realizar un análisis financiero comparativo entre la empresa analizada “X-Elio” y la muestra objeto de estudio definida al inicio del trabajo, compuesta por las 200 empresas que mayores ingresos de explotación tienen en el sector.

### 4.3.1 Análisis comparativo a c/p

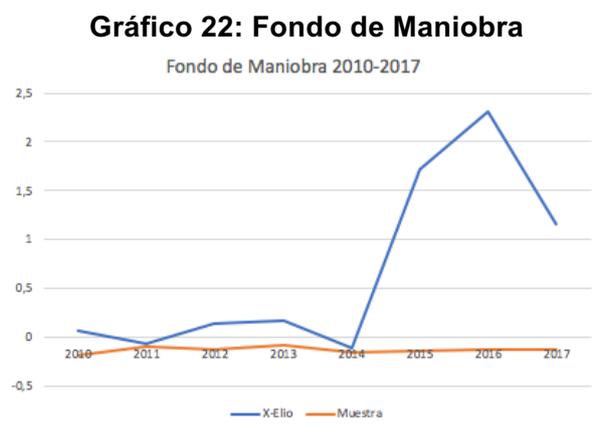
Comenzamos realizando un análisis a corto plazo, en primer lugar, analizando la evolución del capital corriente de la empresa y de la muestra seleccionada en los últimos años. El capital corriente es la cantidad de activo corriente que se financia con activos permanentes. Se le denomina también como capital circulante, fondo de maniobra o fondo de rotación. El objetivo es que la empresa disponga de una “reserva” de fondos de financiación cuyo vencimiento sea superior al ciclo de explotación, de manera que le permita hacer frente al desfase entre los pagos a proveedores y los cobros de clientes, lo que es llamado periodo medio de maduración financiero, y si se produjera alguna incidencia en la actividad, no se ponga en peligro la supervivencia de la empresa al existir disponibilidades que permitan regenerar el activo corriente. (Archel et al.2012).

Tradicionalmente se ha convivido con la teoría de que, si los activos corrientes son superiores a los pasivos corrientes, la empresa no tendrá problemas para hacer frente a sus pagos en los próximos doce meses. Pero esta visión tradicional tiene ciertas críticas ya que, aunque la posición del capital circulante sea positiva en un momento determinado pueden producirse desajustes de liquidez en los siguientes doce meses. Esto puede deberse a que los activos corrientes sean existencias difíciles de vender o clientes costosos de cobrar (Archel et al.2012).

El capital corriente viene dado por la siguiente fórmula:

$$\text{CAPITAL CORRIENTE} = (\text{ACTIVO CORRIENTE} - \text{PASIVO CORRIENTE}) / \text{PASIVO CORRIENTE}$$

El siguiente gráfico muestra los fondos de maniobra tanto de la empresa X – Elio como de la muestra recogida, de la cual se ha extraído la media del fondo de maniobra de ésta para poder realizar una comparación durante el periodo 2010 – 2017.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

En el gráfico se observa como la media del sector es negativa, lo que nos indica que es normal en el sector que el pasivo corriente sea mayor que el activo corriente. En cuanto a X-Elio, vemos que este indicador se dispara en 2014, separándose bastante de la media del sector. Esto nos podría indicar un exceso de fondo de maniobra en comparación con las necesidades del mercado.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

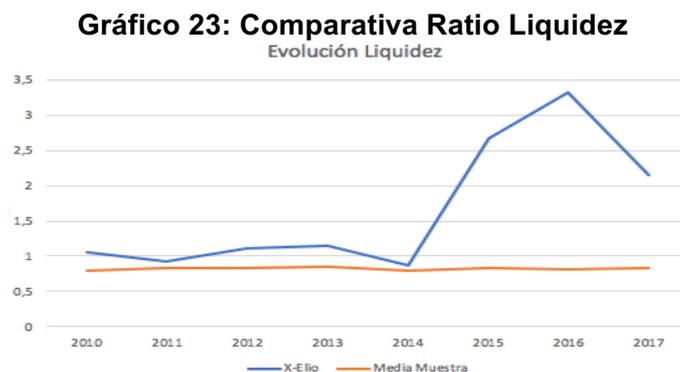
Una vez analizado el fondo de maniobra, y continuando con el análisis comparativo a corto plazo, vamos a realizar una comparación de las ratios de liquidez y solvencia.

El término liquidez tiene una doble acepción: desde el punto de vista estático se puede definir como la posición representada por los activos corrientes del balance en forma de tesorería o activo cuasi líquidos fácilmente transformables en efectivo (como las inversiones financieras temporales). Desde el punto de vista dinámico, hace referencia a la capacidad que tiene la empresa para generar dichos activos líquidos con los que hacer frente a los pagos en su momento oportuno. (Archel et al. 2012).

La ratio de liquidez se obtiene de la siguiente fórmula:

$$\text{LIQUIDEZ} = \text{EFECTIVO Y OTROS ACTIVOS LÍQUIDOS} / \text{PASIVO CORRIENTE}$$

En el siguiente gráfico vemos representada esa evolución de la ratio de liquidez:



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Es destacable que en todo momento la empresa X-Elio siempre está por encima de la media del sector. Hasta 2015 se mantenía estable, es en 2014 – 2015 cuando aumenta en gran medida. Esto coincide con la compra que se produjo en ese año por parte del fondo KKR, cuando Gestamp Solar pasó a llamarse X-Elio. Las partidas del balance que más cambiaron fue precisamente la tesorería, pasando de ser una partida con 4,5 millones de € y con un peso en el activo corriente de un 3%, a tener 14 millones de € en un solo año, llegando hasta 40 millones de euros en 2016 y suponiendo un 22% del activo corriente. Así, la partida del pasivo corriente de “Otros pasivos corrientes”, pasó de tener 145 millones de € y de suponer un 88% de todo el pasivo corriente de la empresa, a 14 millones de € en 2 años, bajando su peso en el pasivo corriente a un 32%. Esa subida del activo corriente, así como esa disminución de pasivo corriente, propiciaron una subida de esta ratio. En términos de liquidez, podemos ver como es justificable el interés que tanto Repsol como Iberdrola mostraban en ella.

Continuando, vamos a analizar la solvencia de la empresa y a compararla con la del sector.

La ratio de solvencia mide la capacidad de la empresa para hacer frente a su pasivo circulante (exigible a corto plazo). Relaciona el activo disponible más el realizable más los stocks con las deudas a corto plazo. El resultado normal es 2.

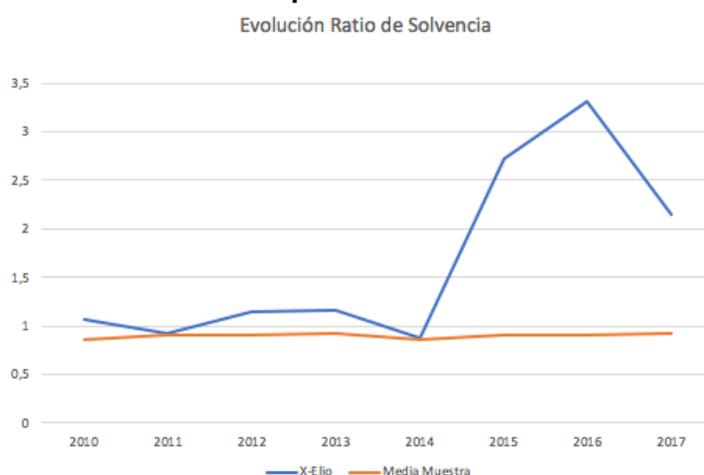
Si el resultado de la ratio es inferior a 2 indicará cierta tensión financiera. Si es inferior a 1, la empresa se halla en suspensión de pagos. Por el contrario, si el resultado es muy superior a 2, indicará que la empresa dispone de una solvencia excesiva, lo que mermará su rentabilidad.

La fórmula a través de la cual se obtiene esta ratio es la siguiente:

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \text{ACTIVO CORRIENTE} / \text{PASIVO CORRIENTE}$$

A continuación, se observa una gráfica donde se compara y observa la evolución de esta ratio por parte de la empresa objeto de estudio, y de la muestra seleccionada representando el sector.

**Gráfico 24: Comparativa Ratio de Solvencia**



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Podemos ver que posee una mayor ratio que el sector durante todo el periodo analizado, al igual que sucede con la ratio de liquidez. Coincide también el aumento de esta ratio con la adquisición del fondo KKR. Se observa fortaleza de cara a afrontar las deudas a corto plazo, pero como sucede también con la liquidez, un exceso de ratio de solvencia puede indicar una gestión ineficiente de los recursos, generando recursos ociosos que se podrían canalizar a otras partidas del balance que supusieran un mayor aporte de rentabilidad para los accionistas, o una reducción de deudas a c/p. Cabe destacar que la media del sector en ningún año supera la unidad, lo cual indica que es un sector no muy solvente a corto plazo, pero como ya vimos anteriormente, estamos en un sector en el que predomina más la financiación a largo plazo y la autofinanciación que la financiación a corto plazo.

Es un comportamiento muy similar al de la ratio de liquidez, con su pico máximo en 2016 y el mínimo en 2014. Esto es debido al gran peso que tiene la tesorería en el activo corriente, dado que es una partida que esos años varió drásticamente y supuso grandes cambios en el activo corriente haciendo que éste aumentara, haciendo también variar esta ratio. Se observa, también como en la ratio de liquidez, que el sector permanece muy estable, esto quiere decir que la proporción se ha mantenido, aunque haya habido cambios en los valores absolutos. Haciendo revisión, vemos como en términos de corto plazo, la empresa X- Elio puede resultar bastante atractiva, dados sus ratios de solvencia a c/p y liquidez, que a su vez son bastantes elevados tras la entrada en la participación en la empresa KKR en 2015. Todo esto, hasta

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

ahora, justifica el gran interés que han mostrado las grandes empresas del sector en ella.

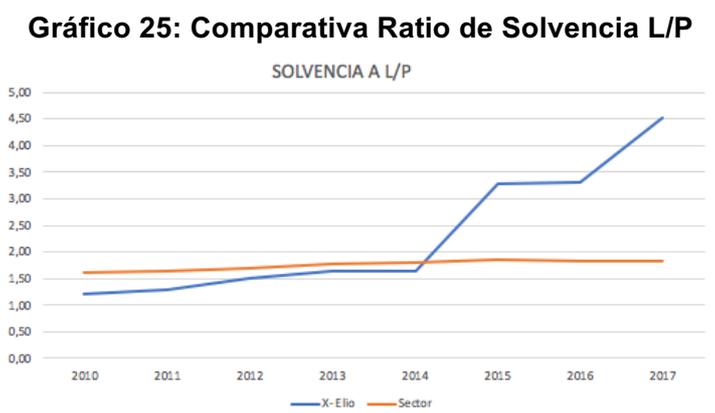
### 4.3.2 Análisis comparativo a l/p

En este apartado vamos a analizar la capacidad que poseen tanto la empresa como el sector para hacer frente a sus deudas a largo plazo. Dado que ciertos indicadores ya fueron analizados al realizar un análisis más exhaustivo del sector al inicio del trabajo, nos centraremos más en analizar a la empresa, y en realizar una comparación de su situación respecto al sector.

La ratio de solvencia a largo plazo se define como la relación existente entre el total del activo de una empresa y el total del pasivo de la misma.

En el siguiente gráfico se recoge la evolución de esta ratio a largo plazo en los últimos años, tanto para la empresa como para el sector. Al igual que en la solvencia a c/p, es conveniente que sea superior a uno, lo cual significaría que el activo es mayor que el pasivo, y que la empresa sería capaz de afrontar todas sus deudas a largo plazo. Pero sucede lo mismo en el sentido en que una ratio excesivamente alta, podría ser sinónimo de la existencia de recursos ociosos por parte de la empresa, que podrían destinarse a otras inversiones que permitan una mayor rentabilidad.

Comenzando con la comparación, observamos cómo en ambos casos la ratio es mayor que 1, lo cual nos indica que es un sector solvente a largo plazo, no como sucedía con el corto plazo, donde veíamos que la media del sector en ninguno de los años analizados superaba la unidad. Cabe destacar cómo la solvencia de la empresa ha ido evolucionando en los últimos años de forma positiva, llegando en 2014 a cruzarse con la media del sector, y desde ahí subiendo año tras año, hasta situarse en 4,51 en 2017.



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Tanto la empresa como el sector, llevan una tendencia ascendente en esta ratio en los últimos años, lo cual nos dice que las empresas están aumentando su activo total en mayor proporción que su pasivo total. Se observa como es a partir de 2014, cuando esta ratio se dispara hacia arriba, superando a la media del sector. Basándonos en el balance, concluimos que la principal consecuencia de este aumento en la solvencia a largo plazo es la significativa disminución que se produce en el pasivo corriente, que acompañado de un ligero aumento del activo, llevan a un gran aumento de esta ratio.

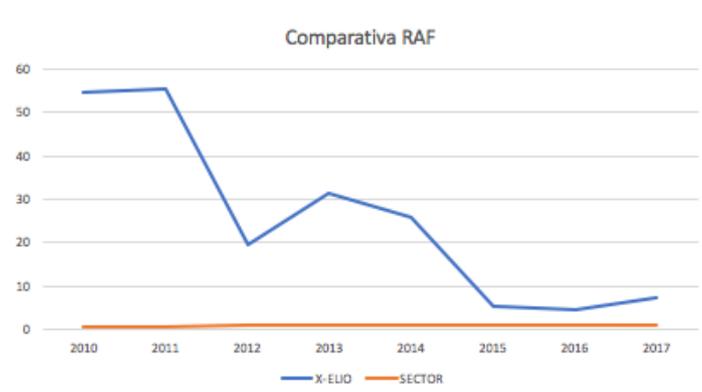
A continuación, vamos a analizar la evolución de la ratio de autonomía financiera a medio y largo plazo.

La autonomía financiera es el grado de dependencia que tiene la empresa en función de la procedencia o fuente de los recursos financieros que utiliza. Nos indicará por cada unidad monetaria de recursos ajenos aplicados en la actividad cuanto se utiliza en recursos propios. Si supera la unidad indica la situación de independencia del exterior, por lo que, desde un punto de vista psicológico, transmite la imagen de que son los propietarios o titulares de la empresa quienes llevan el timón, es decir, que tienen un negocio que es suyo. (López, 2019). Al igual que con la solvencia a corto plazo, podemos ver que el endeudamiento a largo plazo es aceptable, por lo que Repsol, o Iberdrola, no habrían tenido que destinar capital a mejorar esta ratio.

Esta ratio se obtiene de la siguiente fórmula:

$$\text{Ratio de Autonomía financiera} = \frac{\text{PATRIMONIO NETO}}{\text{PASIVO NO CORRIENTE}}$$

**Gráfico 26: Comparativa RAF**



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Lo más destacable en esta comparación es la gran diferencia que encontramos entre ambos, X-Elio posee mucha más autonomía financiera a largo plazo que la media del sector, esto es debido a la gran diferencia que hay entre el patrimonio neto y el pasivo no corriente, sin embargo, vemos como con el paso de los años va disminuyendo y acercándose a la cifra media del sector, esto es debido a un aumento de la financiación ajena a largo plazo en mayor proporción que el aumento de los fondos propios, que también aumentan. Más concretamente, los fondos propios aumentan entre 2010 y 2017 en un 377%, mientras que el pasivo fijo lo hace en un casi un 4000%, pasando de ser una partida con 1 millón de €, a tener 40 millones de €. Aun así, sigue teniendo una RAF muy superior a la del sector. Con todo esto concluimos que, en este aspecto, también es una empresa atractiva para Repsol e Iberdrola, dado el alto nivel de independencia.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

### 4.3.3 Análisis comparativo de márgenes y rentabilidades

A continuación, se va a realizar un análisis comparativo de las rentabilidades, tanto económica como financiera y otros indicadores relacionados, como el apalancamiento financiero y el margen de beneficio.

Se conoce la rentabilidad empresarial como la medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios.

Vamos a comenzar este análisis con la rentabilidad económica, también denominada Re o ROA, del inglés return on assets (retorno sobre activos). Esta ratio relaciona los beneficios antes de intereses e impuestos con los activos totales implicados en la obtención de este. Así, cuanto mayor sea, mayor beneficio se ha obtenido utilizando los activos que la empresa tiene en propiedad. Es una forma muy útil de saber si se realiza una gestión eficiente los activos de que se dispone, y si es así, cuánto.

La ratio se obtiene de la siguiente fórmula:

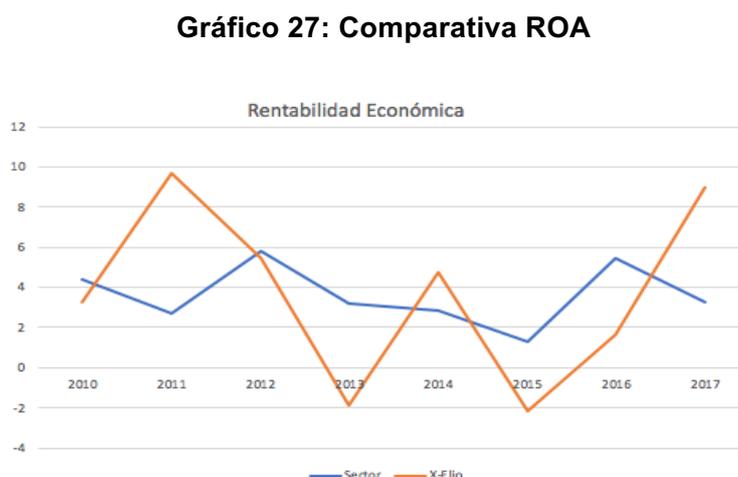
$$\text{Re} = \text{BAII} / \text{ACTIVO TOTAL}$$

Esta ratio también se puede calcular mediante el margen sobre ventas y la rotación de activos.

$$\text{Re} = \text{MARGEN} \times \text{ROTACIÓN}$$

Por lo que también vamos a realizar una comparación del margen entre la empresa y la muestra, para fundamentar la evolución en uno y otro sentido.

En el siguiente gráfico se recoge la evolución de las rentabilidades económicas y su evolución el periodo estudiado (2010-2017):



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

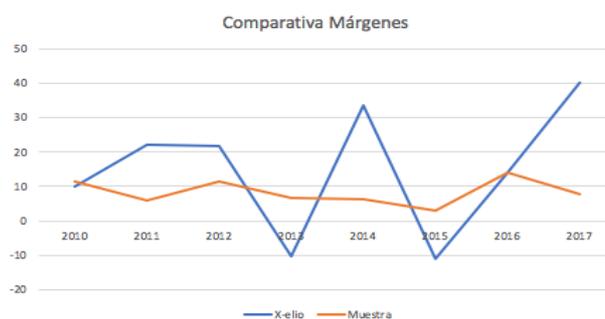
Se puede observar a simple vista cómo este indicador no es tan constante como los otros estudiados, si no que es más volátil. En cuanto a la rentabilidad económica de la muestra, tiene su máximo en 2012, con 5,78%, y su mínimo en 2015, con una

rentabilidad de tan sólo un 1,32%. En cuanto a X-Elio, observamos como su máximo está en 2011, con un 9%, y su mínimo está en 2015, con una rentabilidad negativa de un 2,163%.

La empresa X- Elio supera la rentabilidad de la selección de empresa en tres periodos, pero cabe decir que la mayor subida la realiza a partir del año 2015, año desde el cual no ha hecho más que subir. Es en 2016, donde se cruza con la media del sector en sentido ascendente, mientras que la del sector va en sentido descendente.

En el siguiente cuadro podemos ver la evolución de los márgenes de beneficio:

**Gráfico 28: Comparativa de los márgenes**

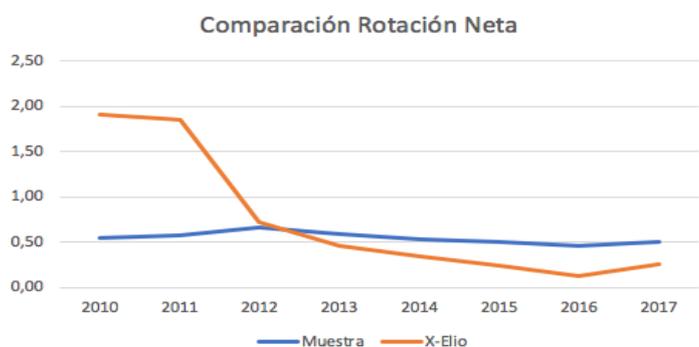


Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de SABI

Podemos ver cómo existe cierta correlación entre el margen de beneficio y la ROA, aunque no del 100%, ya que no solo depende del margen, si no que también está en la fórmula la variable de la rotación. Por ejemplo, en 2011, cuando X-Elio tiene su máxima ROA, no tiene su máximo margen, lo cual significa que tuvo una mayor rotación de activos. Con 2017 pasa al revés, tuvo un margen mayor, pero la rotación fue menor, lo que se traduce en una menor ROA respecto a 2011.

A continuación, compararemos el otro factor que influye en la ROA, la rotación:

**Gráfico 29: Comparativa de la rotación**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

Podemos ver como X-Elio comienza a descender en su rotación, hasta cruzarse en 2012 con la del sector, y desde entonces no la supera, por lo que concluimos que, si

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

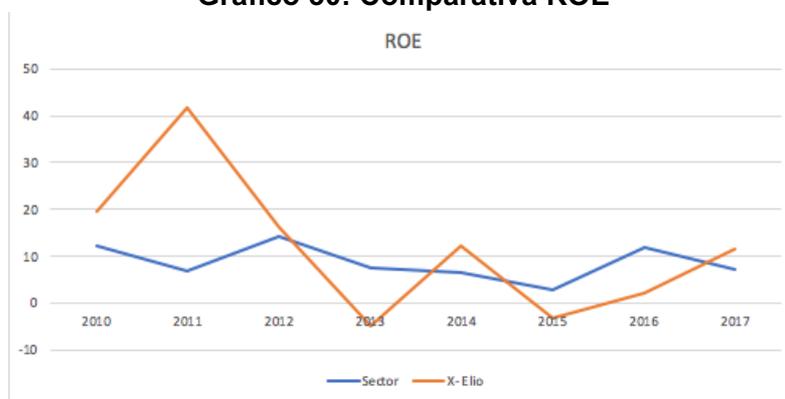
supera en alguno de estos años en ROA al sector, es porque tiene un mayor margen que el sector.

A continuación, vamos a analizar y comparar la evolución de la rentabilidad financiera, tanto de X- Elio, como de la muestra seleccionada. La rentabilidad financiera, también denominada ROE, (Return on Equity), viene dada por la siguiente fórmula:

$$ROE = \frac{BENEFICIO\ NETO}{FONDOS\ PROPIOS} \times 100$$

Viene dada por comparación entre el resultado del ejercicio después de impuestos, saldo de cuenta de pérdidas y ganancias, y los capitales o fondos propios, es decir, las aportaciones de los accionistas y los resultados no distribuidos. (López, 2019)

**Gráfico 30: Comparativa ROE**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

Podemos observar como a lo largo de los últimos años, la empresa X-Elio no ha estado claramente ni por debajo ni por encima de la media de la muestra. Sí que se observa que en 2011 estaba algo por encima y descendió hasta estar en negativo. Es a partir de 2015, cuando la rentabilidad sobre los recursos empleados, comienza a subir, hasta cruzarse en 2017 con la del sector, superándola. Este es uno de los aspectos que comprometió la compra de Repsol, ya que, como se ve, la rentabilidad es un indicador volátil en este caso, y no es claramente mejor que la del sector. Esto no se adecuaba a las preferencias de Repsol, ya que, ante todo, buscaban rentabilidad, y probablemente su histórico no haya convencido mucho. Esto junto con el elevado precio, hicieron que la petrolera se retirara de la compra, y finalmente fuese Brookfield quien se lo llevase, pagando un precio que a todos los demás les parecía demasiado.

La rentabilidad financiera está ligada al apalancamiento financiero. Se produce un efecto palanca en la estructura de resultados, en la rentabilidad, por el hecho de utilizar recursos financieros con coste explícito o fijo si la rentabilidad económica de la inversión es superior a dicho coste, de manera que la rentabilidad financiera será superior a la rentabilidad económica. (López, 2019).

La fórmula que relaciona el apalancamiento financiero es:

$$ROE = ROA + \frac{((ROA - \text{Coste de la Deuda}) \times \text{Ratio de endeudamiento})}{\text{Factor apalancamiento}}$$

De tal manera, que, si el factor apalancamiento es positivo, la ROE será mayor que la ROA, es decir, sale rentable endeudarse. Por eso:

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{ROE}{ROA}$$

De tal manera, que cuando la ROE sea mayor que la ROA, el apalancamiento financiero será positivo.

Así, la evolución del coeficiente de apalancamiento de X – Elio es la siguiente:

**Tabla 6: Evolución coeficiente de apalancamiento**

Ratio/Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Apalancamiento (%)	76,68	92,64	54,10	13,33	13,98	22,74	29,35	20,80

Fuente: Sistema de Análisis de Balances Ibéricos

Podemos observar cómo la empresa ha reducido su endeudamiento entre 2010 – 2017. En el periodo 2010 – 2012 es cuando más apalancada ha estado, y como vemos, coincide con una mayor ROE que ROA, por lo que a la empresa le salía rentable endeudarse, es a partir de 2012, cuando los niveles se igualan más, y el apalancamiento se reduce, siendo los años más bajos 2013 y 2014. En 2015 está el segundo mínimo, pero a su vez es un punto de inflexión y comienzan a subir de nuevo, tanto ROE y ROA como el apalancamiento.

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

### 5. CONCLUSIONES

Tras haber realizado una revisión general del sector energético, vemos que es un sector cambiante debido a la gran normativización y regulación a la que está sometido, y esto provoca movimientos en las empresas que lo componen, así como el surgimiento de nuevas formas de generación de energía gracias a la evolución tecnológica, esto se puede observar en la reducción anual del indicador de la intensidad energética. Así, también hemos visto que es un sector que está bastante condicionado por la situación económica de España, y esto lo hemos comprobado comparando la evolución del PIB con la de consumo de energía eléctrica, que siguen caminos parecidos o iguales. Estamos ante un sector en el que se están produciendo cambios por dos motivos, el primero y más claro es la normativización, un ejemplo es el acuerdo de París, que limita a las empresas en su forma de generación de energía y las encamina hacia un modelo de negocio cada vez menos contaminante. Pero también, con la realización del análisis de los indicadores de la muestra y su comparación, hemos visto cómo hay empresas dedicadas a las energías renovables que poco a poco se han ido fortaleciendo, y que pueden llegar a ser más rentables que el resto del sector, y que este probablemente haya sido uno de los motivos de interés por parte de fondos de inversión, o de otras empresas que antes no estaban en el negocio de las energías renovables. Para realizar el análisis de este sector, se ha utilizado como herramienta principal la base de datos Sabi, de ella se ha extraído una muestra de empresas, siguiendo un criterio de ingresos de explotación, ya que suponen un mayor peso en el sector. Del análisis de esta muestra concluimos, en primer lugar, que es un sector en el que hay pocas empresas que poseen la mayor parte de los ingresos y, en segundo lugar, que es un sector en el que las masas patrimoniales que más peso tienen son el Activo No Corriente y los Fondos propios. También cabe destacar el poco peso que tiene el Activo Corriente, y lo poco que se acude a financiación externa. En cuanto a ratios, por un lado, vemos que no es un sector muy solvente, también vemos por otro lado que poco a poco va teniendo más autonomía financiera. También es destacable el hecho de que el apalancamiento venga disminuyendo año a año desde el inicio del periodo estudiado. En cuanto a la estructura económico financiera de X- Elio, vemos que su estructura patrimonial es similar al del sector, y que, observando la evolución de las diferentes masas patrimoniales, no siempre han sido estáticas, si no que año a año han ido pareciéndose más al sector. En lo que se refiere al corto plazo, el fondo de maniobra en X- Elio es menor que el de la muestra. Por otro lado, las ratios de liquidez y solvencia se sitúan en los últimos años por encima de la muestra, aunque a partir de 2016 comienzan a bajar. Esto nos indica que estamos ante una empresa capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo mejor que el resto del sector. Esta buena situación a corto plazo de la empresa, ha podido ser un atractivo para los inversores. En cuanto al largo plazo, es destacable la ratio de autonomía financiera, que supera con creces el del sector, con lo que concluimos que es una empresa con fortaleza a largo plazo. También es una empresa solvente a largo plazo, lo cual justifica el interés también que puede suscitar en el sector. Por último, al analizar las rentabilidades, vemos como desde hace dos años hasta ahora, en X-Elio, tienen una trayectoria ascendente, y es a partir de 2016 donde X-Elio posee una mayor rentabilidad tanto económica como financiera. Por todos estos motivos, es entendible el gran interés que se ha mostrado por esta empresa, y hace entendible la compra por parte del fondo Brookfield a ese precio, un precio que para Repsol era demasiado alto.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARCHEL DOMENECH. P; CANO RODRÍGUEZ P; LIZARRAGA DALLO. F. SANCHEZ ALEGRÍA. S; 2012. *Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación. 5ª Edición: Pirámide.*
- ARROYO, O. 2018. *Hacia dónde va el sector energético.* Cinco días. [Fecha de consulta: 19 febrero 2019] Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/18/companias/1526661530\\_657323.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/05/18/companias/1526661530_657323.html)
- BLOOMBERG. 2019 [Consulta: 17 Julio 2019] Disponible en: <https://www.bloomberg.com/latam/blog/energia-solar-y-eolica-baratissimas-relegan-otras-fuentes-limpias/>
- CINCO DÍAS. 2018. *Por qué Solaria sube un 640% en dos años.* [Consulta: 1 Agosto 2019] Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/21/mercados/1537535464\\_227348](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/21/mercados/1537535464_227348)
- COMISIÓN EUROPEA. 2019. [Consulta: 3 Agosto 2019] Disponible en: [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_es](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_es)
- EL ECONOMISTA. 2019. [Consulta: 16 Agosto 2019] Disponible en: <https://www.economista.es/diccionario-de-economia>
- EL PERIÓDICO DE LA ENERGÍA. 2019. [Consulta: 16 Agosto 2019] Disponible en: <https://elperiodicodelaenergia.com>
- EL PERIÓDICO DE LA ENERGÍA. 2019. *X-Elio se alía con ReneSola para desarrollar más de 500 MW fotovoltaicos en EEUU* [Consulta: 16 Agosto 2019] Disponible en: <https://elperiodicodelaenergia.com/x-elio-se-alia-con-renesola-para-desarrollar-mas-de-500-mw-fotovoltaicos-en-eeuu/>
- ENERGÍA Y SOCIEDAD. 2019. [Consulta: 5 Agosto 2019] Disponible en: <http://www.energiaysociedad.es/manenergia/2-2-el-marco-normativo-espanol/>
- ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN. 2019. [Consulta: 16 Agosto 2019] Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario>
- EXPANSIÓN. 2019. *ACS invertirá 450 millones en crear en Escocia el mayor parque eólico marino flotante del mundo* [Consulta: 19 Julio 2019] Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/01/28/5c4f006fe5fdea72408b45df.html>
- EXPANSIÓN. 2019. *Brookfield ultima la compra del 50% de X- Elio por 525 millones* [Consulta: 19 Julio 2019] Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/05/29/5ceee9f8e5fdeafe5c8b45f4.html>
- EXPANSIÓN. 2019. *Brookfield compra Oaktree para crear el mayor fondo del mundo de capital riesgo* [Consulta: 16 Septiembre 2019] Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/03/13/mercados/1552492896\\_206836.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/03/13/mercados/1552492896_206836.html)

## ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA X-ELIO A RAÍZ DEL INTERÉS GENERADO EN EL SECTOR ENERGÉTICO

- LÓPEZ, J. 2019. "Apuntes de Análisis Contable. Tema 4. Análisis a largo plazo" [Fecha Consulta: 20 Julio 2019] Disponible en: [https://moodle.unican.es/pluginfile.php/511243/mod\\_resource/content/1/Tema%204.%20An%C3%A1lisis%20a%20largo%20plazo..pdf](https://moodle.unican.es/pluginfile.php/511243/mod_resource/content/1/Tema%204.%20An%C3%A1lisis%20a%20largo%20plazo..pdf)
- MINISTERIO PARA LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA. 2017. [Consulta: 15 Agosto 2019] Disponible en: <https://energia.gob.es/balances/Balances/Paginas/Balances.aspx>
- NÚÑEZ, M. 2018. *El sector energético busca luz en su laberinto*. ABC [Fecha de consulta: 19 febrero 2019] Disponible en: [https://www.abc.es/economia/abci-sector-energetico-busca-laberinto-201802190147\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-sector-energetico-busca-laberinto-201802190147_noticia.html)
- SHAH, S. 2019. *Brookfield cierra la compra del 50% de X-Elio a KKR y Los Riberas por 442 Millones*". *Expansión*. [Consulta: 25 Julio 2019] Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/07/03/5d1ce8eae5fdea842b8b466c.html>
- SALES, A. 2018. *Solaria se dispara en Bolsa tras cerrar un acuerdo con Repsol*. *Cinco Días* [Consulta: 1 Agosto 2019] Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/11/15/companias/1542301605\\_997027](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/11/15/companias/1542301605_997027)